(صناديق الاستثمار)

دراسة و تحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي

تأليف :

أ.د / أحمد حسن أحمد الحسني

صناديق الأستثمار

دراسة وتحليل

من منظور الاقتصاد الإسلامي

دكتور

أحمد بن حسن بن أحمد الحسنى

أستاذ مشارك ورئيس قسم الإقتصاد الإسلامى

كلية الشريعة -جامعة أم القرى

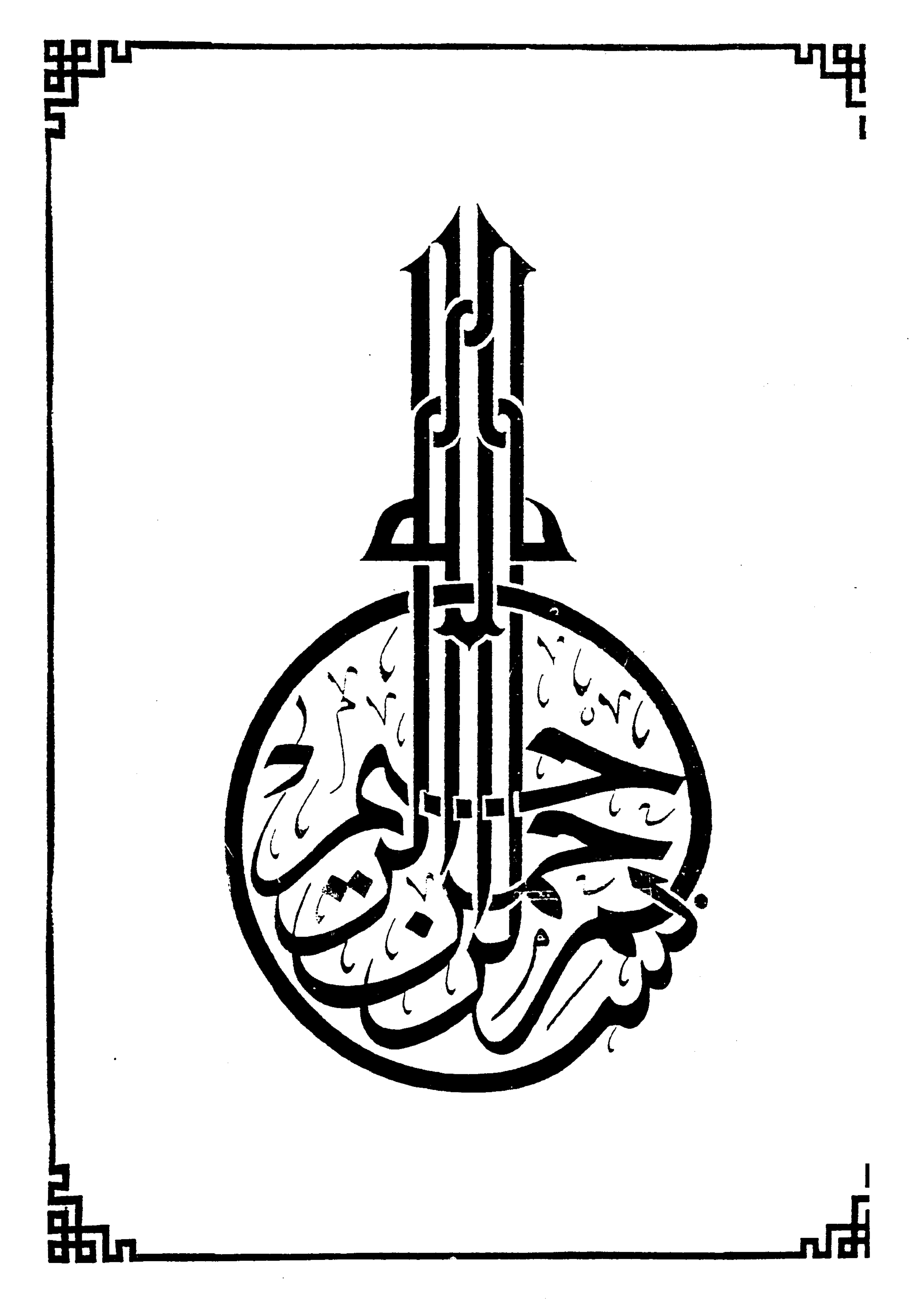
١٩٩٩

الناشر

مؤسسة شباب الجامعة

٤٠ شارع الدكتور مصطفى مشرفة

ت : ٤٨٣٩٤٧٢ - أسكندرية


بسم الله الرحمن الرحيم

المقدمة :

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء والمرسلين سيدنا محمد وعلى آله وصحبه الطيبين الطاهرين. وبعد

فإن مزاولة الاستثمار فى الأوراق المالية - الأسهم والسندات - وغيرها من الأصول المالية الأخرى المُعَدّة للاستثمار يحتاج إلى تخصص دقيق وخبرة كافية بأحوال السوق، تُمكّن من اختيار المناسب من هذه الأوراق والأصول المختلفة، وتساعد على تكوين محفظة متوازنة للأوراق المالية يمكن الاستفادة منها والتعامل بها فى الوقت المناسب لاقتناص الفرص المتميزة لتحقيق أرباح منها. كما يتطلب توفر موارد مالية كافية لشراء أوراق مالية عديدة ومتنوعة تشمل مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي. حتى يستفاد من توزيع مخاطر الاستثمار، وتغطية أي خسارة محتملة في أحد القطاعات بالمكسب المحقق في قطاع آخر. ومن هنا قامت شركات الاستثمار، والمصارف التجارية التقليدية، وشركات التأمين(١) بإنشاء صناديق الاستثمار Mutual Funds حتى تتمكن من تجميع المدخرات من الجمهور وتوجيهها إلى قطاع الاستثمار غير المباشر المتمثل في اقتناء محفظة متنوعة للأوراق المالية يستفيد من خدماتها عامّة الناس ممن لا تتوافر لديهم الموارد المالية الكافية لتكوين مثل هذه المحفظة، كما يستفيد منها أيضاً أصحاب الأموال الذين ليس لديهم الخبرة أو المعرفة الكافية لتكوين محفظة منتقاه من الأوراق المالية المعدّة للاستثمار، أو الذين ليس لديهم الوقت الكافي لادارة مثل هذه المحفظة(٢).

وتسعى الإدارات القائمة على نشاط صناديق الاستثمار إلى تحقيق أهداف المدخرين وأصحاب الأموال على اختلاف ميولهم، وذلك بالمحافظة على رأس المال وتنميته، وتدنية

---

(١) لا تختلف صناديق الاستثمار التي تنشئها المصارف التجارية وشركات التأمين عن صناديق الاستثمار التى تنشئها شركات الاستثمار. فهي عبارة عن أموال يقدّمها المستثمرون للمصرف ليقوم نيابة عنهم باستثمارها في شراء تشكيلة (محفظة) من الأوراق المالية، يديرها لصالحهم من خلال إدارة مستقلة ويشاركهم في نسبة محددة من الأرباح.

أنظر : د. منير ابراهيم هندى، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٤م، ص١٧.

(٢) د. أحمد شرف الدين - دليل المدخر للاستثمار فى الأوراق المالية (صناديق الاستثمار) - كتاب الأهرام الاقتصادى - العدد (٨١) - سنة ١٩٩٤م - ص ص ٥، ٦.

مخاطر الاستثمار، والوفاء بمتطلبات السيولة النقدية، وتحقيق دخل دوري، ومحاولة تعظيمه إلى أقصى حدّ ممكن. مما أدى إلى زيادة إقبال أصحاب الأموال والمدخرين على استثمار أموالهم في هذه الصناديق، فنمت وازداد ظهورها وانتشارها على الساحة الاقتصادية في الوقت الحالي واكتسبت أهمية كبيرة على المستوى العالمي حيث بلغ حجم صناديق الاستثمار في أمريكا ألفين وسبعمائة مليار دولار، وعلى المستوى المحلّي وبالرغم من أنها حديثة النشأة في المملكة العربية السعودية فإن حجم الاستثمار في هذه الصناديق بالبنوك السعودية بلغ ثلاثة عشر مليار ريال سعودي، في خمسة وستين صندوقاً استثمارياً، منها صناديق الأسهم السعودية، وصناديق الأسهم العالمية، وصناديق المتاجرة بالعملات، وصناديق العقار الدولية، وصناديق السندات بالدولار الإمريكي، والصناديق المتنوعة، ويتوقع خبراء الاقتصاد في المملكة العربية السعودية ازدياد حجم الاستثمارات في هذه الصناديق مستقبلاً خاصة إذا ازداد وعي الجمهور في التعرّف عليها وحصلت على حظها من الناحية الإعلامية، كما أنه من الممكن لصناديق الاستثمار في البنوك المحلية أن تصبح عاملاً هامّاً في تمويل المشروعات الكبرى لتطوير البنية الأساسية كمشروعات الطاقة والاتصالات والنقل وغيرها من المشروعات الاقتصادية[١] .

ونظراً للأهمية الاقتصادية لصناديق الاستثمار باعتبارها أدوات مالية وأوعية استثمارية جديدة لها تأثيرها في جذب المدخرات وتشجيع الاستثمار، قامت بعض المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية باستخدام هذه الصناديق في مجالاتها الاستثمارية وتطوير أعمالها ونشاطاتها بما يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية وأطلقت عليها مسمّيات متعددة منها : الصناديق الاستثمارية أو محافظ الاستثمار، صناديق حصص ووحدات الاستثمار، الإصدارات وصناديق المضاربة[٢].

ولا يقتصر نشاط صناديق الاستثمار التي تنشئها المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية على دور الوسيط بين المدخرين والشركات الأخرى أو الاستثمار غير المباشر المتمثل في تكوين محافظ للأوراق المالية وإدارتها، كما هو الحال بالنسبة لصناديق

---

(١) د. عبداللطيف محمد بن غيث - ندوة صناديق الاستثمار - (انظر: عكاظ - العدد ١٠٨٨٠- في ١٤١٧/١/١٠هـ - ص٨).

(٢) عز الدين محمد خوجة، **صناديق الاستثمار الإسلامية**، مجموعة دلة البركة : إدارة التطوير والأبحاث، ط : الأولى، سنة ١٤١٤هـ - ١٩٩٣م، ص١٥.

الاستثمار التي تنشئها شركات الاستثمار والمصارف التجارية التقليدية وشركات التأمين وإنما يشتمل الهيكل التمويلي لهذه الصناديق على تكوين محافظ الأوراق المالية – الأسهم فقط (١)– وإدارتها وفق ضوابط الاستثمار الإسلامي وعلى الدخول في عمليات استثمارية مباشرة في مجالات مختلفة من قطاعات النشاط الاقتصادي سواء أكانت في المجال التجاري، أو في مشروعات استثمارية عقارية، أو في أنشطة أخرى كالتأجير والسلم والمشاركات والمرابحة والاستصناع.

ومن هنا نجد أنفسنا ونحن بصدد دراسة لصناديق الاستثمار أمام قسمين رئيسيين لهذه الصناديق :

القسم الأول : صناديق الاستثمار التي تنشئها شركات الاستثمار والمصارف التجارية التقليدية وشركات التأمين. ويقتصر نشاط هذه الصناديق – في الغالب – على الاستثمار غير المباشر والمتمثل في تكوين محافظ للأوراق المالية المختلفة كالأسهم والسندات وأذونات الخزانة ونحوها.

والقسم الثانى : صناديق الاستثمار التي تنشئها المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية. ويشتمل نشاط هذه الصناديق على الاستثمار الحقيقي المباشر المتمثل في مجالات متعددة كالمجال التجاري، والاستمثار العقاري، وأنشطة التأجير والسلم والمشاركات والمرابحة والاستصناع، والاستثمار غير المباشر المتمثل في بيع وشراء الأسهم.

هدف البحث :

يتمثل هدف البحث في الدراسة الفقهية والاقتصادية لطبيعة صناديق الاستثمار باعتبارها أداة مالية جديدة من أدوات الاستثمار المعاصر، وبيان أنواعها، ونشاطاتها الاستثمارية، ومن ثم التكييف الفقهي لها، ومعرفة الحكم الشرعي للتعامل بها.

خطة البحث :

وتحقيقاً لهذا الهدف مع الأخذ في الاعتبار اختلاف طبيعة صناديق الاستثمار التي تنشئها شركات الاستثمار والمصارف التجارية، وشركات التأمين عن طبيعة صناديق

---

(١) وذلك لعدم جواز التعامل بالسندات لأنها تنطوي على فوائد ربوية وسيأتي الحديث عن ذلك بالتفصيل.

ستثمار التي تنشئها المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية. فيمكن تحديد خطة البحث ى الآتى :

مبحث الأول : يتناول التعريف بصناديق الاستثمار التي تنشئها شركات الاستثمار والمصارف التجارية التقليدية وشركات التأمين، وتحديد نشاطاتها، وبيان أنواع هذه الصناديق، ومكوّنات محافظ أوراقها المالية ثم الحكم الشرعي لاستثماراتها.

مبحث الثاني : في التعريف بصناديق الاستثمار التي تنشئها المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، وتحديد نشاطاتها الاستثمارية، وبيان أنواع هذه الصناديق، والتكييف الفقهي لصيغها التعاقدية.

وبعد : فالله أسألُ أن يهدينا ويرشدنا ويجنبنا الزلل، وهذا جهد يحتمل الصواب لخطأ، وحسبى أن بذلت فيه ما أستطيع في التعرّف على ماهية هذه الصناديق استثمارية ومن ثم بيان الحكم الشرعي للتعامل بها. ولا يخفى على منصفٍ مدى قلّة مراجع والكتابات التي تطرقت لهذا الموضوع. وأرجو أن أساهم بهذا البحث في توضيح رة عن هذه الصناديق. وما توفيقي إلاّ بالله عليه توكلت وإليه أنيب.

المبحث الأول

صناديق الاستثمار في المؤسّسات الماليّة التقليدية

ويشتمل على :

أولاً : تعريف صناديق الاستثمار.

ثانياً : النشاط الاستثماري لصناديق الاستثمار.

ثالثاً : أنواع صناديق الاستثمار ومحافظها.

رابعاً : الحكم الشرعي لاستثمارات صناديق الاستثمار.

: تعريف صناديق الإستثمار :

يمكن تعريف هذه الصناديق بأنها عقد شركة(١) بين إدارة الصندوق والمساهمين يدفع بمقتضاه المساهمون مبالغ نقدية معيّنة الى إدارة الصندوق في مقابل حصولهم وثائق(٢) اسميّة بقيمة معيّنة تحدد نصيب كل مساهم بعدد من الحصص في أموال سندوق، التي تتعهد الإدارة باستثمارها في بيع وشراء الأوراق المالية «الأسهم سندات» ويشترك المساهمون في الأرباح الناتجة عن استثمارات الصندوق كل بنسبة ما ه من حصص، وفقاً للشروط التي تبيّنها نشرة الإصدار.

باً : النشاط الاستثماري لصناديق الاستثمار :

لا يقتصر دور إدارة الصندوق على عملية الاستثمار في بيع وشراء الأوراق المالية كوين محفظة منها فقط، بل تقوم هذه الإدارة بمتابعة هذه المحفظة بصفة مستمرة ستعداد لبيعها لتحقيق أرباح، أو الاستعداد لبيعها – في ظروف معينة – بخسارة لإعادة ستثمار في قطاعات أخرى أكثر ربحية(٣). كذلك تسعى إدارة الصندوق على تنويع هذه

حدّد قانون رأس المال الصادر في جمهورية مصر العربية برقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢م شكلين لمباشرة نشاط صناديق الاستثمار وهي :

الشكل الأول : صناديق الاستثمار التي تُؤسس في شكل شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم لمزاولة نشاط الاستثمار في الأوراق المالية، وهي بذلك تعتبر كياناً قانونياً قائماً بذاته وله شخصيته الاعتبارية الخاصة به.

الشكل الثاني : صناديق الاستثمار التي أجاز القانون الترخيص للبنوك وشركات التأمين مباشرته ولكن بصفة مستقلة عن أنشطتهم المصرفية أو التأمينيّة، بحيث تكون أموال الصندوق واستثماراته وأنشطته مفرزة عن أموال البنك أو شركة التأمين.

أنظر : د. أحمد شرف الدين، **دليل المدخر للاستثمار في الأوراق المالية (صناديق الاستثمار)**، مرجع سابق، ص ص ٤٠، ٤١.

ود. هشام حسبو وفاروق أبوشبانه، **المعاملة الضريبيّة لصناديق الاستثمار ووثائق الاستثمار الخاضعة لقانون سوق رأس المال، الأهرام الاقتصادي**، عدد ٤ مارس ١٩٩٦م، ص ص ١١، ١٧.

يطلق البعض على هذه الوثائق مسميات مختلفة (كالأسهم، والصكوك والحصص، والوحدات) واختار الباحث اسم (وثائق) أو وحدات لتمييزها عن الأوراق المالية الأخرى.

نشأت عبدالعزيز معوّض – **بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار – الأهرام الاقتصادي** – العدد (٧٢) فبراير ١٩٩٤م – ص٣٩.

المحفظة تنويعاً جيداً بحيث تحتوى على أسهم وسندات من مختلف قطاعات النشاطات الاقتصادية تؤدى إلى تحقيق التوازن بين المخاطر والعائد. فعلى سبيل المثال تحتوى المحفظة المتنوعة على أوراق مالية تصدرها كل أو بعض المشروعات في المجالات التالية(١) :

١- المنتجات الأساسية : بترول - كيماويات.

٢- الإنشاءات : مباني - أدوات.

٣- السلع الاستهلاكية طويلة الأجل : السيارات والأدوات الكهربائية.

٤- السلع الاستهلاكية قصيرة الأجل : أدوية - ملابس.

٥- السلع الغذائية : أطعمة - مشروبات.

٦- الخدمات : نقل - شحن - فنادق - سياحة.

٧- المنشآت المالية : مصارف - شركات تأمين

ويكتسب العميل المشارك في صندوق الاستثمار حصة شائعة في محفظة الأوراق المالية التي يتعامل بها الصندوق بأكملها، وليست محصورة في أوراق مالية محددة. وبالتالي يتوازن احتمال الكسب والخسارة من خلال المحفظة في مجموعها، بحيث إذا نتج عن الاستثمار في أوراق مالية معيّنة خسارة، فإنه يتم تغطيتها بالمكسب المحقق من الاستثمار في أوراق مالية أخرى(٢).

وبذلك يستفيد المدخر الذي يستثمر أمواله في صناديق الاستثمار من خبرات الإدارة المحترفة في تدنية مخاطر الاستثمار والحصول على أقصى عائد ممكن، قد لا يستطيع أن يحققه المستثمر العادى الذي يستثمر أمواله بنفسه. لأن إدارة صناديق الاستثمار - عادة - ما تستفيد بخبرات مستشارين محترفين، وباحثين متميّزين، مما يحقق لها مستوى عال من الكفاءة(٣)، والحصول على الأهداف التي تسعى لها والمتمثلة في تنمية المحفظة أي

---

(١) المرجع السابق - ص ص ٣٥، ٣٦.

(٢) د. أحمد شرف الدين، دليل المدخر للاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ص ٦، ٧.

(٣) د. منير ابراهيم هندى، صناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص٤٢.

تعظيم قيمتها الرأسمالية الى أقصى حد ممكن، وتحقيق دخل دوري، وتدنية مخاطر الاستثمار، وتحقيق مستوى معيّن من السيولة(١).

ثالثاً : أنواع صناديق الاستثمار ومحافظها :

تنقسم أنواع صناديق الاستثمار من حيث الهيكل التمويلي لها الى قسمين رئيسيين :

١- صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة Closed-end Funds

٢- صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة Open-end Funds

وفيما يلى توضيح لهذين النوعين وخصائصهما :

١- صناديق الاستثمار ذات النهائية المغلقة :

هي الصناديق التي يكون حجم الموارد المالية المستثمرة في وثائقها من قبل الجمهور محدداً، بمعنى أن هذه الصناديق تصدر عدداً ثابتاً من الوثائق المالية «الوحدات» يتم توزيعها على المستثمرين فيها كلٌ حسب حصته.

وطبقاً لنظام هذه الصناديق لا يجوز لما لكي هذه الوثائق استرداد قيمتها من الصندوق المصدر لها. كما أن إدارة هذه الصناديق لا تقوم عادة بشرائها منهم(٢)، وإذا رغب أحد مالكي هذه الوثائق في التخلص منها، فالطريق الوحيد المتاح له هو أن يبيعها في السوق المالية المنظمة (البورصة) التي يتم فيها تداول هذه الوثائق، أو في السوق غير المنظمة (السوق غير الرسمية) Over-the-counter (OTC) وذلك من خلال التجار وبيوت السمسرة. ولذلك يطلق البعض على هذه الصناديق «الصناديق ذات التداول العام» Publi-cly Traded Funds ومن هنا تنشر بعض هذه الصناديق القيمة السوقية لوثائقها في صحف المال يومياً، وتنشر قيمة الأصل الصافية في الصحف أسبوعياً(٣).

وتقوم إدارة هذه الصناديق بتوزيع عوائد استثماراتها إضافة إلى الأرباح الرأسمالية التي تحققها على حملة وثائقها وفقاً للشروط المبيّنة في نشرة الإصدار.

---

١) نشأت عبدالعزيز معوض ، بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص٣٠.

٢) د. منير ابراهيم هندى، صناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص١٨.

٣) د. منير ابراهيم هندى، صناديق الاستثمار، مرجع سابق، الصفحات ١٨، ١٩، ٢٢ ٢٥.

٢- صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة :

هي الصناديق التي لا تحدد حجم الموارد المالية المستثمرة في وثائقها من قبل الجمهور، ولا تحدد عدد الوثائق المالية المُصدرة منها. إذ يجوز لها إصدار وبيع المزيد من هذه الوثائق تلبية لحاجات المستثمرين(١). وإدارة هذه الصناديق مستعدّة لإعادة شراء ما أصدرته من وثائق إذا رغب أحد مالكي هذه الوثائق في التخلص منها جزئياً أو كلياً(٢). ولذلك فإنها تحرص دائماً على توفير نسبة ملائمة من السيولة تمكّنها من دفع قيمة الوثائق المطلوب استردادها في أي لحظة يطلب منها المستثمر ذلك، هذه الميزة جعلت صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة أكثر جاذبية لدى الجمهور، بالمقارنة بالوثائق غير القابلة للاسترداد كما هو الحال في الصناديق ذات النهاية المغلقة(٣).

ومن هنا فإن وثائق الصناديق ذات النهاية المفتوحة لا تتداول في الأسواق المالية وليست لها قيمة سوقية. ويمكن للمستثمر فيها أن يحصل على الدخل والعوائد الناتجة عن استثمارات الصندوق على دفعات شهرية أو ربع سنوية أو نصف سنوية أو سنوية، حسب الشروط التي تبيّنها نشرة الإصدار في هذه الصناديق. كما أنه يحق للمستثمر إعادة استثمار ذلك الدخل أو العائد إذا أراد(٤).

وكلا النوعين سواء أكانت صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة أم صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، تباشر نشاطها الاستثماري المتمثل في تكوين واقتناء محفظة متنوعة من الأوراق المالية المتداولة إما في أسواق رأس المال، أو في أسواق النقد. ويرتكز هذا التقسيم لأسواق الأوراق المالية على مدّة أجل استحقاق الأصول المالية

---

(١) المرجع السابق، ص٢٦.

(٢) السعر الذي تشتري به إدارة هذه الصناديق وثائقها عادة ما يساوي قيمة الأصل الصافية للوثيقة التي أصدرتها.
أمّا السعر الذي تبيع به الوثائق المصدرة منها بعد تشغيل الصندوق فيساوى قيمة الأصل الصافي للوثيقة مضافاً إليها مصروفات الإصدار.
أنظر : د. منير ابراهيم هندى – صناديق الاستثمار، مرجع سابق – ص٢٦.

(3) Frederick Mishkin "The Economics of Money Banking, and Financial Markets" 3rd edit., Harper Collins Publishers, 1992. PP. 307-311.

(٤) د. منير ابراهيم هندى – صناديق الاستثمار – مرجع سابق – ص ص ٤٤ . ٤٥.

تداولة فيه. فمن المعلوم أن سوق رأس المال Capital Market(١) : هو الذى يتم فيه
ول أدوات الدين وحقوق الملكية طويلة الأجل التي يتراوح تاريخ استحقاقها من سنة إلى
ر سنوات فأكثر كالسندات والأسهم التى تصدرها منشآت الأعمال، أو الأوراق المالية
كومية «صكوك المديونية» المتمثلة في السندات وما يماثلها. وفيما يلى أهم أنواع هذه
دوات :

(أ) **الأسهم العادية** : وهي صكوك «مستندات ملكية» تمثل حصص المساهمين في
س مال الشركة. ولها قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية. فالقيمة الاسمية : هي
يمة التي تُحدّد في عقد تأسيس الشركة، وتُدوّن على قيمة السهم. أما القيمة الدفترية :
ي القيمة التي تمثل حقوق الملكية المقيّدة في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم
ادية المصدرة. وأمّا القيمة السوقية : فهي القيمة التي يباع بها السهم في سوق المال،
. تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية.

وفي الواقع تتوقف القيمة السوقية للسهم العادي على العائد الذي يتوقع الحصول
ه مالك هذا السهم، والذي يتكوّن من الأرباح الرأسمالية «وهي زيادة القيمة السوقية
سهم عن قيمته الاسمية» ونصيب السهم من الربح الموزع. وكذلك الأمر بالنسبة للقيمة
سمية للسهم العادي فعلى الرغم من أنها محدّدة في عقد التأسيس، إلاّ أنها قد تنخفض
خلال ما يُسمّى باشتقاق الأسهم(٢)، ويقصد به إعطاء الحق لمالك هذه الأسهم في
صول على جزء من سهم أو سهم كامل عن كل سهم يمتلكه، وذلك إذا ما أرادت الشركة
صدرة لهذه الأسهم أن تجري توزيعات الأرباح في صورة أسهم مشتقة توزع على
ساهمين بدلاً من توزيع الأرباح في شكل نقدي. وبالتالي يزداد عدد الأسهم المتداولة

تنقسم أسواق رأس المال إلى :
أ- أسواق حاضرة أو فوريّة : ويقصد بها الأسواق التي تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل، الأسهم والسندات. ويتم تسليمها فور إتمام الصفقة.
ب- أسواق العقود المستقبلة : وهي أسواق تتعامل أيضاً في الأوراق المالية طويلة الأجل، الأسهم والسندات. ولكن من خلال عقود واتفاقات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.
أنظر : د. منير ابراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، منشأة المعارف بالاسكندرية، ١٩٩٣م، ص ص ٥، ٦.

د. منير ابراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، مرجع سابق، ص٧.

لهذه الشركة أو المنشأة مع بقاء القوة الإيرادية لها على ما كانت عليه، مما يؤدي إلى انخفاض ربحية السهم الواحد ومن ثم انخفاض قيمته السوقية(١)، فيتعرض مالكو وثائق صندوق الاستثمار إلى مخاطر الخسارة الرأسمالية لجزء من قيمة محفظة الصندوق ما لم تعوض قيمة الأسهم المشتقة الانخفاض الذي حدث في القيمة السوقية للأسهم. ويحق لمالك الأسهم العاديّة التصويت في الجمعية العمومية للشركة، وتظهر قدرته في التأثير على قراراتها بعدد الأسهم التي يمتلكها. ومن هنا لا تستطيع صناديق الاستثمار التأثير في قرارات الشركات التي تمتلك أسهمها وتعتبر من مكوّنات محفظتها للأوراق المالية لأن القوانين المنظمة لهذه الصناديق تضع – في الغالب – حداً أقصى لما يمكن أن تمتلكه من أسهم بحيث لا يتجاوز هذا الحد نسبة ١٠٪ من إجمالي الأسهم التي تصدرها أي شركة(٢).

(ب) **الأسهم الممتازة** : وهي صكوك «مستندات ملكية» تطرحها الشركة للاكتتاب عند الرغبة في زيادة رأس مالها في ظروف معيّنة لا تشجع المدخرين عادة على الاكتتاب في الأسهم العاديّة، وذلك مثل أن تكون القيمة السوقية للأسهم العادية للشركة غير مشجعة، أو أن يكون متوسط نسب الأرباح التي يحققها القطاع الذي تنتمي إليه الشركة متدنية، فتلجأ إلى تحفيز هؤلاء المدخرين وإغرائهم بواسطة إصدار الأسهم الممتازة(٣). ولمالك هذا السهم الحق في الحصول على فائدة سنوية محسوبة على أساس نسبة مئوية من رأس المال المدفوع سواء ربحت الشركة أم خسرت. كما أن له الأولوية على مالكي الأسهم العاديّة عند تصفية أموال الشركة. وإذا لم تتحقق أرباح للشركة في سنة معيّنة أو تحققت أرباح ولكن قررت الإدارة عدم توزيعها فلا يحق للشركة توزيع أية أرباح لحملة الأسهم العادية ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على الأرباح المستحقة لهم في السنوات السابقة، وقد ينص على أن الأرباح لا توزع على حملة الأسهم الممتازة إلاّ في سنوات تحقيق الربح.

---

(١) د. منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص ص ٨، ٩.

(٢) وهناك اتجاهات جديدة بشأن الأسهم العاديّة حيث ظهرت أقسام جديدة لهذه الأسهم كالأسهم العاديّة للأقسام الإنتاجية، والأسهم العاديّة المضمونة القيمة. ولمزيد من التفاصيل أنظر : المرجع السابق، ص ص ١١ . ١٢.

(٣) د. أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الاسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، الكتاب الثاني، ١٤١٥هـ-١٩٩٥م، ص ص ١٢١، ١٢٢.

وعلى الرغم من هذه المزايا السابقة للأسهم الممتازة إلاّ أنها تأتى فى المرتبة الثانية بعد السندات والقروض عند توزيع أموال الشركة وتصفيتها في حالة الإفلاس، كما أنه ليس لمالكي هذه الأسهم الحق في المطالبة بنصيبهم من الأرباح إلاّ إذا قررت الإدارة توزيعها، ولا يحق لهم التصويت على قرارات الشركة إلاّ في حالات خاصة. وللأسهم الممتازة أيضاً قيمة اسمية، وقيمة دفترية وقيمة سوقية شأنها في ذلك شأن الأسهم العادية، غير أن القيمة الدفترية للأسهم الممتازة تتمثل في مجموع قيمتها مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، لأن الأسهم الممتازة ليس لها نصيب في الاحتياطيات والأرباح المحتجزة(١).

وقد ظهر بعض التجديد المالى في الأسهم الممتازة، فقد صدر منها أسهم ليس لها نسبة مئوية ثابتة من رأس المال (أى القيمة الاسمية المكتوبة على السهم) ولكن لها معدل ربح متغيّر مرتبط بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية (سندات الخزانة) على أن يجري تعديل على نصيب السهم من الأرباح مرّة كل ثلاثة أشهر بناء على التغير الذي يطرأ على العائد لتلك السندات. كما ظهر نوع من الأسهم الممتازة يجعل لمالكه الحق في التصويت على قرارات الشركة مثل مالك الأسهم العادية. وقد يكون في هذا التجديد لأنواع الأسهم الممتازة مزيد من التنويع في محافظ الأوراق المالية ومنها محفظة صندوق الاستثمار كما أنه يتيح فرصة الموازنة بين مزايا وعيوب كل أصل مالي، ومدى ملائمته لتحقيق أهداف صناديق الاستثمار وبالتالى المحافظة على حقوق حملة وثائقها(٢).

(جـ) السندات: وهي صكوك تمثل ديوناً على الشركة تعطي لمالكها حق استرداد أصل المبلغ المدين وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة. وقد تكون السندات لحاملها أو اسمية (غير قابلة للتداول).

وتلجأ الشركات والمنشآت الى إصدار السندات عندما تحتاج بعد بدء مباشرة نشاطها إلى مقدار معين من المال تتابع به أعمالها أو تنفقه في توسعها وذلك بعد أن تكون قد استوفت كامل قيمة الأسهم التي طرحتها للاكتتاب. فتعلن عن المبلغ الذي تحتاجه وتقسمه إلى أجزاء متساوية القيمة في شكل سندات، وتحدد أجلاً طويلاً لاسترداده ثم تدعو

---

(١) د. منير ابراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، مرجع سابق، ص ص ٧٦، ٧٧.
(٢) د. منير ابراهيم هندي – المرجع السابق – ص٢٨.

الجمهور إلى الاكتتاب فيه[١]، مرغبة له في ذلك بمنح فوائد ثابتة محددة بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسند، كما قد تمنح ضمانات لمالك السند مثل رهن بعض الأصول الثابتة ضماناً للسداد، أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق. وقد تضع الشركة المصدرة للسندات شروطاً لصالحها كأن تجعل لها الحق في استدعاء السندات قبل تاريخ استحقاقها[٢].

وتعتبر السندات من مكونات محفظة الأوراق المالية لصناديق الاستثمار، وعادة ما ترغب إدارة هذه الصناديق فى شراء السندات بحسم من قيمتها الاسمية إذا كانت تعتقد أن معدل الكوبون (الفائدة) على السند يقل عن السندات المماثلة الأخرى ذات المستوى المناظر للمخاطر بحيث إن (معدل الفائدة + معدل الحسم) = معدل الفائدة على السندات التي لها نفس المستوى من المخاطر، وكذلك ترغب إدارة هذه الصناديق في شراء السندات بعلاوة أي بسعر سوقي يزيد عن القيمة الاسمية للسند إذا تحققت من أن معدل الفائدة على هذه السندات أعلى من معدل الفائدة على السندات المماثلة الأخرى بحيث إن (معدل الفائدة – معدل العلاوة) = معدل الفائدة على السندات التي لها نفس المستوى من المخاطر.

وأمّا سوق النقد Money Market : فهو الذى يتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل التي لا يتجاوز تاريخ استحقاقها – في الغالب – تسعة أشهر أو سنة على الأكثر. وهذه الأوراق عبارة عن صكوك بديون مثبت عليها ما يفيد بأن لحاملها الحق في استرداد المبلغ المدوّن بها في فترة زمنية محددة. وعادة ما تكون هذه الأوراق قابلة للتداول، وتتسم بارتفاع نسبة السيولة فيها إذ يمكن التخلص منها في أي وقت وبحد أدنى من الخسائر، ولذلك فإن معدل الفائدة عليها منخفض[٣]. وفي بعض هذه الأوراق قد يحصل مالكها على الفائدة مقدماً، وذلك بأن يشتريها بقيمة تقل عن القيمة الاسمية التي سيحصل عليها في تاريخ الاستحقاق. كما يمكن لمالك هذه الأوراق التصرف فيها قبل تاريخ الاستحقاق، وذلك بعرضها للبيع في سوق النقد، وهنا يتوقع أن تكون قيمتها السوقية أقل من قيمتها

(١) د. أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص ١٢٧.

(٢) د. منير ابراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، مرجع سابق، ص ص ٢٩ . ٣٠.

(٣) د. منير ابراهيم هندي، المرجع السابق، ص٥٢.

الاسمية(١). ومن أهم أنواع هذه الأدوات :

أ) **شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول** : وهي أداة دين بمبلغ نقدي معين يصدرها البنك إلى من يرغب في شرائها من الجمهور ويتعهد له بدفع فائدة سنوية بنسبة محددة من قيمتها، وعند موعد استحقاقها يدفع البنك لحاملها سعر الشراء الأصلي «أي نفس المبلغ الذي اشتراها به من البنك»(٢). فهذه الشهادات تعد بمثابة الودائع لأجل، فلا يحق استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ استحقاقها، ولذلك فإن السبيل الوحيد للتصرف فيها قبل ذلك التاريخ هو بيعها عن طريق بيوت السمسرة أو البنوك التجارية الأخرى والمؤسسات المالية التي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل(٣).

ب) **أذونات الخزانة** : عبارة عن سندات حكومية لا يزيد تاريخ استحقاقها - في الغالب - عن سنة، فقد تصدر لمدة ثلاثة أو ستة أشهر(٤). وعادة تباع هذه السندات بحسم جزء من قيمتها (أي بسعر أقل من قيمتها الاسمية)، وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة عليها لمالكي هذه السندات أو الأذونات. ويمثل الفرق بين قيمة شرائها والقيمة الاسمية المدونة عليها مقدار الفائدة التي سيحصل عليها المستثمر في هذه السندات. وإذا أراد مالك هذه الأذونات التخلص منها قبل موعد استحقاقها، فإنه يمكن بيعها بسهولة لأنها تعتبر من أكثر أصول السوق النقدي ضماناً وسيولة(٥).

رابعاً : الحكم الشرعي لإستثمارات صناديق الاستثمار :

تقدم أن صناديق الاستثمار بنوعيها سواء أكانت ذات النهاية المغلقة أم ذات النهاية المفتوحة، تباشر نشاطها الاستثماري في تكوين واقتناء محفظة متنوعة من الأوراق الماليّة للإفادة من غلاّتها السنوية المتوقعة، أو إعادة بيعها في حالة وجود فرصة لتحقيق أرباح من ذلك البيع. وأنها تقوم بتداول أوراق محافظها المالية في أسواق رأس المال التي يتم فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم بأنواعها المختلفة والسندات، أو في أسواق

(١) المرجع السابق، ص٥٢.

(٢) د. أحمد أبوالفتوح الناقة، **نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية**، مكتبة ومطبعة الإشعاع، الإسكندرية، سنة ١٩٩٤م، ص٣٣.

(٣) د. منير ابراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، مرجع سابق، ص٥٣.

(٤) د. أحمد الناقة، مرجع سابق، ص٣٣.

(٥) د. منير ابراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، مرجع سابق، ص٥٧.

النقد التي يتم فيها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل كشهادات الإيداع المصرفية، وأذونات الخزانة ونحوها. فما هو الحكم الشرعي لإقتناء وتداول هذه الأوراق المالية ؟

وللإجابة على هذا السؤال نتناول ما يلي :

أ- **حكم اقتناء وتداول الأسهم العاديّة** : يجدر بنا قبل أن نتناول حكم اقتناء وتداول هذه الأسهم أن نتعرّف على نشاط الشركة المصدرة لها. فإذا كانت الشركة التي أصدرت الأسهم ذات نشاط محرم ومحظور كشركة مساهمة لإنشاء مصرف تجاري ربوي، أو شركة لتصنيع وتعبئة وتوزيع المشروبات الكحولية كالخمور ونحوها، أو أن تكون شركة تنتج سلعاً وخدمات مباحة كشركات السيارات والأدوية، والنقل، والملاحة، ولكن تموّل بعض عملياتها الاستثمارية عن طريق الحصول على قروض ربوية. أو توظف سيولتها النقدية الفائضة توظيفاً ربوياً قصير الأجل، أو أن يشوب نشاطها الاستثماري الاحتكار غير المشروع، أو أنها تمدّ بخدماتها مشروعات محرمة كأن تكون شركة لتصنيع القوارير فتبيعها لمصانع الخمور(١)، فجميع أسهم هذه الشركات المتقدمة وما يماثلها يحرم اقتناؤها ويحرم بيعها وشراؤها وتداولها. لأن من امتلك أو اشترى أسهماً لمصرف ربوى أو لمؤسسة أو شركة يشوب نشاطها الاستثماري شبهة الربا فكأنه أصبح أحد المرابين(٢)، ويشمله الوعيد النبوى في أنه صلى الله عليه وسلم «لعن آكل الربا ومؤكله وشاهديه وكاتبه» متفق عليه من حديث ابن مسعود(٣). ومن امتلك أو اشترى أسهماً لشركة تصنيع وتجارة الخمور أصبح تاجر خمور، فعن أنس رضي الله عنه قال : لعنَ النبيُّ في الخمر عشرة. عاصرها ومعتصرها وشاربها وساقيها وحاملها والمحمولة إليه وبائعها ومبتاعها وواهبها وآكل ثمنها. أخرجه الترمذي(٤). وقال صلى الله عليه وسلم « .. فمن اتقى الشبهات فقد استبرأ لدينه

---

(١) د. أحمد محي الدين أحمد، **أسواق الأوراق المالية**، مرجع سابق، ص١٩٨.

(٢) د. على أحمد السالوس، **الاقتصاد الاسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة**، دار الثقافة، الدوحة، قطر ١٤١٦هـ - ١٩٩٦م، جـ٢، ص٦٠٤.

(٣) مجد الدين عبدالسلام بن تيميه الحرانى، **المنتقى من أخبار المصطفى صلى الله عليه وسلم**، الرئاسة العامة لإدارات البحوث العلمية والإفتاء والدعوة والإرشاد، الرياض، المملكة العربية السعودية، ١٤٠٣هـ، جـ٢، ص٣٢٧.

(٤) عبدالرحمن الزبيدي الشافعي - **تيسير الوصول إلى جامع الأصول من حديث الرسول صلى الله عليه وسلم** - دار المعرفة - بيروت لبنان - ١٩٧٧م-١٣٩٧هـ - جـ٢ - ص١٧٤.

وعرضه ..»[١] الحديث.

وأمّا إذا كانت هناك شركات تزاول نشاطاتها الاستثمارية بما يتفق وتعاليم الشريعة الإسلامية، ولها رقابة شرعية تشرف على هذه النشاطات وتبعدها عن كل محرم أو محظور فلا بأس من اقتناء وامتلاك أسهم مثل هذه الشركات[٢].

وأما تداول الأسهم بالبيع والشراء في الأسواق المالية «البورصة» أو غيرها فإذا كان في السوق العاجل «الفوري» كأن يشتري أسهماً ويدفع ثمنها ويقبضها، أو يبيعها ويسلمها للمشترى ويقبض ثمنها فالعقد صحيح حلال. ولكن إذا كان بيع وشراء الأسهم عن طريق المضاربة[٣] فى الأسواق المالية، حيث نجد أن معظم المشترين لا ينوون استلام ما اشتروه، كما أن معظم البائعين لا ينوون تسليم ما باعوه ولا يتم القبض من الجانبين، بل تنحصر العملية في قبض أو دفع الفرق بين سعري الشراء والبيع، وتتضح هذه العملية في صور البيع الآجلة التي تتم في البورصات كعملية البيع البات، وعملية البيع القصير، وأسواق الاختيارات ويقصد بعملية البيع البات : أن يحدد لتنفيذه موعد ثابت يُسمىً موعد التصفية يلتزم فيه المتعاقدان بدفع الثمن وتسلم الأوراق المالية ولا يمكنهم الرجوع عن تنفيذ العملية، والتي تنتهي عادة بخسارة أحد الطرفين المتعاملين البائع أو المشتري إلاّ

(١) من حديث رواه الخمسة عن النعمان بن بشير رضى الله عنهما. أنظر : المرجع السابق، جـ٤ – ص١٣٨.

(٢) د. على السالوس – **الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة** – مرجع سابق – جـ٢ – ص٥٨٥.

(٣) عُرِّفت الماضربة بأنها عمليات بيع وشراء يقوم بها أشخاص لا بقصد تسلم وتسليم السلعة وإنمّا لجني ربح من الفروق الطبيعية التي تحدث بين وقت وآخر ومكان وغيره وهم يقومون بعملياتهم هذه اعتماداً على تقديرهم للعوامل المؤدية لصعود الأسعار أو هبوطها وقدرتهم الشخصية على تمحيص تلك العوامل وتحليل نتائجها من الاسترشاد بالتجارب الماضية والاعتبارات النفسية. كما عُرِّفت بأنها «بيع أو شراء صوريين لا بغرض الاستثمار ولكن للاستفادة من التغيّرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جداً حيث ينخفض بشدة معدل الارتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية وبين القيمة الاسمية والدفترية «الحقيقية» من ناحية أخرى.
أنظر : ابراهيم محمد أبو العلا، **بورصات الأوراق المالية والقطن**، مطبعة كوستا تسوماس، مصر، ط١، ١٩٦٠م، ص ص ٢٩ . ٣٠.

ود. أحمد محي الدين أحمد، **أسواق الأوراق المالية**، مرجع سابق، الصفحات ٤٨١، ٤٨٢، ٤٨٣.

إذا كان سعر الأوراق المالية في يوم التصفية معادلاً لسعرها حين العقد. ولا شك أن مثل هذا العقد يعتبر من قبيل المضاربة الممنوعة شرعاً، لأن البيع أو الشراء فيه صوريٌ، وتبقى العملية فيه منحصرة في الرهان على صحة توقعات أي من المتعاقدين بخصوص مستقبل أسعار الورقة المالية موضوع الصفقة. وأمّا عملية البيع القصير : فيقصد به بيع أوراق مالية غير مملوكة للبائع عند عقد الصفقة، ويتم تسليم هذه الأوراق عندما يحين موعد التسليم باقتراضها من الوسطاء، ولذلك يطلق عليها البعض عملية بيع الممتلكات المستعارة(١). وبالنسبة لأسواق الاختيارات فهي التي تتم فيها عقود اختيار البيع، واختيار الشراء. والاختيار(٢) : عقد بعوض على حق مجرد، يخول صاحبه بيع شيء محدد، أو شراءه بسعر معيّن، طيلة مدّة معلومة، أو في تاريخ محدد، إما مباشرة، أو من خلال هيئة ضامنة(٣) لحقوق الطرفين.

فاختيار الشراء يعطي الحق للمشتري بأن يتسلم الأوراق المالية المتعاقد عليها والذي اتفق على شرائها، أو أن يمتنع عن إتمام الصفقة مقابل دفع مبلغ معيّن لمالك الأوراق المالية نظير منحه إياه هذا الحق. وخيار البيع عكسه فهو يعطى الحق للبائع بأن يدفع الأوراق المالية المتعاقد عليها والذي اتفق على بيعها أو أن يمتنع عن إتمام الصفقة مقابل دفع مبلغ معين للمشترى. والواقع أن معظم عمليات أسواق الأوراق المالية تنطوى على بيع الأوراق المالية التي سبق للمتعاملين شراؤها ولم يقبضوها: من البيوع المنهي عنها، عن ابن عباس رضى الله عنه أن رسول الله صلى الله عليه وسلّم قال «من ابتاع طعاماً فلا يبعه حتى يستوفيه» قال ابن عباس وأحسب كلّ شيء مثله(٤). أو على بيع ما لا يملك وهو أيضاً من البيوع المنهى عنها، عن حكيم بن حزام قال : قلت يا رسول الله يأتيني الرجلُ فيسألني البيع ليس عندي، أبيعه منه ثم أبتاعه من السُوق ؟ فقال : «لا تبع ما ليس عندك» رواه

---

(١) المرجع السابق، الصفحات ٤٢٩، ٤٣٢، ٤٣٨، ٤٣٩.

(٢) أ.د عبدالوهاب ابراهيم سليمان، الاختيارات دراسة فقهية مقارنة، مجلة البحوث الفقهية المعاصرة، العدد (١٥)، ١٤١٣هـ، ص٩.

(٣) وهي البورصات أو الأسواق المالية.

(٤) الإمام مسلم بن الحجاج القشيرى النيسابوري، الجامع الصحيح المسمىّ صحيح مسلم، دار المعرفة بيروت، لبنان، بدون، جـ٥، ص٧.

الخمسة(١). كما أنه يشوبها الغرر الفاحش والجهالة التي تفضي إلى إحالة هذه العقود إلى مخاطرة الميسر والقمار كما هو الحال في أسواق الاختيارات إذ إن المُتَعامَلَ فيها هو الحق المجرد (للمشترى أو البائع) وهذا الحق ليس مالاً وليس فيه معنى المال، فالعقد عليه عقد على شيء ليس له وجود، فهو من قبيل المعدوم الذي لا يقدّر، أو يقوّم بمال، وحينئذ لا يصلح أن يكون محلاً للعقد(٢).

ب- **حكم اقتناء وتداول الأسهم الممتازة** : تقدم أن الأسهم الممتازة تعطى لمالكها حقوقاً ومزايا لا يتمتع بها مالك الأسهم العاديّة، ومن هذه المزايا والحقوق حصول مالك الأسهم الممتازة على فائدة سنوية تحدد بنسبة مئوية من رأس المال المدفوع سواء ربحت الشركة أم خسرت. وهذا الحق يحيل هذه الأسهم إلى سندات بفائدة(٣)، وهذه الفائدة محرمة لأنها من ربا الديون أو الربا الجاهلى الذي نزل القرآن بتحريمه «**يا أيها الذين آمنوا اتقوا اله وذروا ما بقى من الربا إن كنتم مؤمنين. فإن لم تفعلوا فاذنوا بحرب من الله ورسوله وإن تبتم فلكم رؤوس أموالكم لا تظلمون ولا تظلمون**» ٢٧٧، ٢٧٨ البقرة.

أو تعطى هذه الأسهم لمالكها حصة في شكل نسبة مئوية من الأرباح إضافة إلى حصته من باقي الأرباح التي توزع على جميع الأسهم بما فيها الأسهم الممتازة، وفي هذا ظلمُ لباقي المساهمين أصحاب الأسهم العادية، وأكل لأموالهم بالباطل. لأنه من المعلوم أن الأسهم بصفة عامة تمثل حصة شائعة ومعلومة في رأس مال الشركة وهي متساوية في القيمة، إذ ليس لأصحاب الأسهم الممتازة زيادة مال أو عمل أو ضمان يستحقون به هذه الزيادة(٤). كما أن هذه الأسهم تعطى الحق لمالكها في استرداد قيمة أسهمه بكاملها عند التصفية وقبل إجراء القسمة بين الشركاء، ويعتبر هذا شرطاً غير صحيح عند الفقهاء لأن

---

(١) عبدالسلام بن تيميه الحراني، **المنتقى من أخبار المصطفى صلى الله عليه وسلم**، مرجع سابق، جـ٢، ص ص ٣٢١، ٣٢٢.

(٢) أ.د عبدالوهاب ابراهيم أبوسليمان، الاختيارات دراسة فقهية مقارنة، مرجع سابق، ص٢٤.

(٣) د. أحمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص١٧٩، ١٨٠.
ود. صالح بن زاين المرزوقي البقمي، شركة المساهمة في النظام السعودي دراسة مقارنة بالفقه الإسلامي، مركز البحث العلمي وإحياء التراث الإسلامي بجامعة أم القرى، ١٤٠٦هـ، ص٣٥٩.

(٤) د. أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص ١٧٩، ١٨٠.
ود. صالح بن زاين المرزوقي، مرجع سابق، ٣٦٠.

القاعدة تقول إن الخسارة في الشركة تكون على قدر رأس المال وتمنع التفاوت في ذلك وبهذا فإن امتلاك هذه الأسهم وتداولها غير جائز شرعاً.

جـ- حكم اقتناء وتداول السندات : من المعلوم أن السندات عبارة عن صكوك تحتوي على قروض طويلة الأجل وتعطى مالكها حق الحصول على فوائد سنوية ثابتة تُستوفى في مواعيد محددة، وتستوفى قيمتها عند حلول أجلها(١). والفائدة المشروطة في السند تعتبر زيادة مشروطة لأحد المتعاقدين من غير عوض، وإنما هي لقاء تأخير وفاء الدين إلى أجل. ومعلوم أن الزيادة المشروطة على الدّين في مقابلة الأجل هي من ربا الدين الذي نزل القرآن بتحريمه. قال أبو بكر الجصاص «والربا الذي كانت العرب تعرفه وتفعله إنما كان قرض الدراهم والدنانير إلى أجل بزيادة على مقدار ما استقرض على ما يتراضون به ..»(٢). قال تعالى «**الذين يأكلون الربا لا يقومون إلاّ كما يقوم الذي يتخبطه الشيطان من المس ذلك بأنهم قالوا إنما البيع مثل الربا وأحل الله البيع وحرّم الربا فمن جاءه موعظة من ربه فانتهى فله ما سلف وأمره إلى الله ومن عاد فأولئك أصحاب النار هم فيها خالدون**» ٢٧٥ : البقرة. وبذلك فإن السندات بجميع أنواعها وآجالها سواء أكانت سندات طويلة الأجل كالسندات التي تصدرها الشركات ومنشآت الأعمال، والمؤسسات المالية، أو أي جهة أخرى. أم كانت سندات قصيرة الأجل كأذونات الخزانة ونحوها، مادام أنها تعطى مالكها حق الحصول على فوائد ربوية فلا يجوز اقتناؤها ولا تداولها أو الاستثمار فيها.

د- حكم تداول شهادات الإيداع المصرفية : لا شك أن هذه الشهادات تعد بمثابة الودائع لأجل في البنوك التجارية، إذ لا يحق استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ استحقاقها، ويتعهد البنك بأن يدفع لمالك هذه الشهادة فائدة سنوية ثابتة ومحددة بنسبة مئوية من قيمتها. فهي عبارة عن قرض ذي أجل بفائدة، وتقدم أن الفائدة من الربا الصريح، وبذلك لا يجوز اقتناء هذه الشهادات ولا يجوز تداولها.

---

(١) د. أحمد محي الدين أحمد – مرجع سابق – ص٢٠٤.

(٢) أبو بكر أحمد بن علي الجصاص – أحكام القرآن – دار الكتاب العربي – بيروت – لبنان – طبعة مصورة عن الطبعة الأولى سنة ١٣٣٥هـ – جـ١ – ص٤٦٥.

المبحث الثانى

صناديق الاستثمار في المؤسّسات الماليّة الإسلامية

ويشتمل على :

أولاً : تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية.

ثانياً : النشاط الاستثماري لصناديق الاستثمار الإسلامية.

ثالثاً : أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية.

رابعاً : التكييف الفقهى لصناديق الاستثمار الإسلامية.

أولاً : تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية :

إن صناديق الاستثمار الإسلامية ليست مجرد وسيط مالىّ كما هو الحال في صناديق الاستثمار التي تنشئها شركات الاستثمار، والمصارف التجارية التقليدية، وشركات التأمين. بل إن هذه الصناديق بالإضافة إلى ذلك تعتمد على منهج الاستثمار الإسلامي الذي يمزج بين رأس المال والعمل. حيث تقوم المؤسسة المالية (مصرف إسلامي، أو شركة تأمين إسلامية) التي ترغب في تكوين صندوق معيّن من هذه الصناديق بإعداد دراسة اقتصادية لنشاط محدّد، وتبيّن جدوى الاستثمار فيه ثم تقوم بتمويله عن طريق طرحه للاكتتاب العام للجمهور. فالعقد الذي يربط بين إدارة الصندوق والمكتتبين فيه هو عقد المضاربة الشرعية(١). وبذلك يمكن تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية بأنها : عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط وبين المكتتبين فيه يمثل فيه المكتتبون في مجموعهم رب المال، فيدفعون مبالغ نقدية معيّنة إلى إدارة الصندوق التي تمثل دور المضارب، فتتولى تجميع حصيلة الاكتتاب التي تمثل رأس مال المضاربة، وتدفع للمكتتبين صكوكاً بقيمة معينة تمثل لكل منهم حصة شائعة في رأس المال الذي تقوم الإدارة باستثماره بطريق مباشر في مشروعات حقيقية مختلفة ومتنوعة أو بطريق غير مباشر كبيع وشراء أصول مالية وأوراق مالية كأسهم الشركات الإسلامية. وتوزع الأرباح المحققة حسب نشرة الاكتتاب(٢) الملتزم بها من كلا الطرفين، وإن حدثت خسارة تقع على المكتتبين بصفتهم (رب المال) ما لم تفرط إدارة الصندوق (المضارب)، فإن فرطت يقع الغرم عليها.

وهنا قد يرد سؤال ما هو الفرق بين صناديق الاستثمار الإسلامية والودائع الاستثمارية في المصارف الإسلامية ؟

---

(١) عز الدين محمد خوجة – صناديق الاستثمار الإسلامية – مرجع سابق – الصفحات ١٣، ١٤، ١٥.
و أحمد محي الدين أحمد – أسواق الأوراق المالية – مرجع سابق – ص ص ٢٦٢، ٢٦٨.

(٢) يقوم العقد في صكوك المقارضة أو المضاربة على أساس أن شروط التعاقد تحددها (نشرة الإصدار)، وأن (الإيجاب) يعبر عنه (الاكتتاب) في هذه الصكوك، وأن (القبول) تعبر عنه موافقة الجهة المصدرة. ولابد أن تشتمل نشرة الإصدار على جميع البيانات المطلوبة شرعاً في عقد القراض (المضاربة) من حيث بيان معلومية رأس المال وتوزيع الربح مع بيان الشروط الخاصة بذلك الإصدار على أن تتفق جميع الشروط مع الأحكام الشرعية.
أنظر : مجلة مجمع الفقه الإسلامي (منظمة المؤتمر الإسلامى)، الدورة الرابعة لمؤتمر مجمع الفقه الإسلامي، العدد الرابع، جـ٣، سنة ١٤٠٨هـ–١٩٨٨م قرار رقم (٥) د ٨٨/٠٨/٤ بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار، العنصر الثاني، ص٢١٦٢.

وللإجابة على هذا السؤال يحسن أن نبيّن أن الودائع الاستثمارية في المصارف لإسلامية تنقسم إلى قسمين : ودائع استثمارية مطلقة، وودائع استثمارية مقيدة. فالودائع لاستثمارية المطلقة هي التي يقوم المودع فيها بتفويض المصرف استثمارها في أي شروع من مشاريعه الاستثمارية على أساس المضاربة الشرعية، ويشارك المودعون المستثمرون) في نتائج جميع الاستثمارات المتعددة التي يقوم بها المصرف، فيحصلون لى معدل أرباح يساوى متوسط ما يحصل عليه المصرف من جميع أعماله. وأما الودائع لاستثمارية المقيدة أو المخصصة : فهى التي يخصص صاحبها نوع الاستثمار الذي يود ن تستثمر فيه الأموال التي أودعها، كأن يختار مشروعاً معيناً من المشاريع التي يقوم بها مصرف سواء بطريق مباشر أو بطريق تمويل مشروعات الغير، وبذلك فإن العميل سوف ستحق نصيبه من أرباح ذلك المشروع الذى اختاره فقط بالنسبة المتفق عليها بينه وبين مصرف(١). ومن هنا يتضح أن العلاقة القائمة بين المصرف الإسلامي والمستثمرين في ودائع الاستثمارية بنوعيها المطلقة والمقيدة تستند على عقد المضاربة الشرعية، وكذلك ي الصناديق الاستثمارية فإن العلاقة التعاقدية بين إدارة الصندوق والمستثمرين قائمة لى عقد المضاربة الشرعية. ولكن في الودائع الاستثمارية المطلقة يستخدم المصرف لإسلامي الودائع في الأنشطة والمجالات التي يراها دون تخصيص، وفي الودائع لاستثمارية المقيدة يستخدم المصرف الودائع في مشروع محدد أو عملية استثمارية معينة ختارها العميل بنفسه، وبذلك يتحمل العميل وحده مخاطر استثماره ونتائجه ربحاً خسارة، كما يرتبط استرداد المبلغ الذي أودعه باسترداد المبالغ المستثمرة في المشروع ذي حدّده. ويكون للمصرف حصة من الأرباح المتحققة حسب الاتفاق. أما الصناديق لاستثمارية فهى تجمع بين خصائص الودائع الاستثمارية المطلقة، والودائع الاستثمارية مقيدة. لأن إدارة الصندوق تتقيد بالشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار، ولاسيما لشروط الخاصة بمجال الاستثمار، ونوعه، ومدته. كما أن إدارة هذه الصناديق لا تستثمر والها في مشروع أو عملية أو صفقة محددة كما هو الحال في الودائع الاستثمارية مقيدة، بل إنها تقوم باستثمارها في أوجه التوظيف المختلفة ضمن النشاط العام المحدد

---

(١) أحمد حسن أحمد الحسنى، الوديعة المصرفية في ضوء الشريعة الإسلامية، رسالة ماجستير، جامعة أم القرى، ١٤٠٢-١٤٠٣هـ، ص ص ٨٤، ٨٥.

والمتفق عليه. ويظهر من المقارنة السابقة أن صناديق الاستثمار الإسلامية تمتاز عن الودائع الاستثمارية المقيدة فى توفر فرصة اختيار أوسع للمستثمربما يقلل مخاطر الاستثمار لأنها تستثمر أموالها فى عملية منفردة ومحددة، بل يمكنها اختيار مجال أو قطاع استثمارى أو عدد من القطاعات سواء في بلد محدد أو مجموعة من البلدان. كما أن هذه الصناديق تختلف نشاطاتها من صندوق لآخر، فقد تتخصص في التنمية العقارية، ويتخصص بعضها فى المتاجرة بالسلع أو في العملات أو في التأجير أو في الأسهم. وهكذا يستفيد المستثمر في الصناديق من نفس مزايا الودائع الاستثمارية المطلقة مع تمكنه في نفس الوقت من اختيار المجالات والأنشطة التنموية التي يفضلها بدلاً من المساهمة في مجمل نشاطات وأعمال المصرف(١).

ثانياً : النشاط الاستثمارى لصناديق الاستثمار الإسلامية :

تقدم أن العلاقة التعاقدية في صناديق الاستثمار الإسلامية قائمة على أساس عقد المضاربة الشرعية. فالمؤسسات المالية الإسلامية التي تنشىء هذه الصناديق وتتولى إدارتها(٢) تقوم بدور (المَضارب)، والمستثمرون في مجموعهم يمثلون (رب المال) وفي الواقع يعتبر دور المؤسسة المالية المصدرة لصكوك المضاربة الخاصة بهذه الصناديق دوراً مقيداً بالشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار(٣)، فهي تقوم باستثمار حصيلة

---

(١) عز الدين محمد خوجة، **زكاة المشاركات في الصناديق والإصدارات**، مجموعة دلة البركة، ادارة البحوث والتطوير مراجعة د. عبدالستار أبو غده، ١٩٩٤م، الصفحات ٢٤، ٢٥، ٢٦.

(٢)قامت العديد من المؤسسات المالية الإسلامية بإنشاء الصناديق الاستثمارية ومن هذه المؤسسات : شركتا التوفيق للصناديق الاستثمارية، والأمين للأوراق المالية التابعتين لمجموعة «دلة البركة»، وشركة الراجحى المصرفية للاستثمار، والبنك الأهلى التجاري «إدارة الخدمات المصرفية الإسلامية».

(٣) معلوم أن شركة المضاربة تنقسم إلى : مضاربة مطلقة ومضاربة مقيدة. وتَقَيُّدُ صندوق الإستثمار بالشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار يعتبر من قبيل المضاربة المقيدة التي يلتزم فيها المضارب بالشروط الجائزة التي يضعها رب المال لحماية أمواله، غير أن هذه الشروط والقيود فى الصناديق الاستثمارية يضعها المضارب نفسه في نشرتي الإصدار والاكتتاب، وليس لرب المال سوى القبول أو الرفض والبحث عن صناديق منافسة أخرى، ولا يوجد في ذلك أي مانع شرعي لأن رب المال بموافقته على هذه الشروط والقيود يكون إقراراً منه بقبولها. والشروط الجائزة في الشرع يمكن أن تحدّد من جانب رب المال فيقبل بها المضارب أو العكس.
أنظر : عز الدين محمد خوجة، **صناديق الاستثمار الإسلامية**، مرجع سابق، ص١٧.

الأموال المتجمعة لديها في أوجه التوظيف المختلفة ضمن النشاط العام المحدد والمتفق عليه ضمن هذه النشرة. ويشمل هذا النشاط مجالات وقطاعات استثمارية متعددة ومتنوعة، فنجد هذه الصناديق يتخصص نشاطها في بيع وشراء الأسهم[١] أو في المرابحات والمتاجرة بالسلع أو في التأجير أو في التنمية العقارية، وغير ذلك من أوجه النشاطات والاستثمارات المتعددة. ومن هنا فإن المستثمر في صناديق الاستثمار الإسلامية يستفيد من اختيار المجالات والأنشطة التنموية التي يفضلها وتحقق رغباته الاستثمارية. وتمر مراحل النشاط الاستثماري في صناديق الاستثمار الإسلامية بالمراحل الآتية :

أ- قيام المؤسسة المالية الراغبة في إنشاء صناديق الاستثمار بالبحث عن مشروعات إقتصادية معيّنة أو نشاط معيّن، وإعداد دراسة للجدوى الاقتصادية للاستثمار فيها.

ب- بعد ذلك تقوم بتكوين صندوق استثماري وتحدد أغراضه، وتعد نشرة الإصدار التي تتضمن كامل التفاصيل عن نشاط الصندوق، ومدته، وشروط الاستثمار فيه، وحقوق والتزامات مختلف الأطراف المشاركة فيه.

جـ- تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى صكوك مضاربة (وحدات) متساوية القيمة الاسمية وطرحها للجمهور للاكتتاب فيها، ويعتبر كل مكتتب في هذه الصكوك شريكاً بحصة شائعة في رأس مال الصندوق بنسبة العدد الذي يمتلكه منها. وتصدر هذه الصكوك عادة باسم مالكها وليست لحاملها[٢]، ويجوز تداولها والتصرف فيها بالبيع والهبة والرهن وغير ذلك من التصرفات المقررة شرعاً للمالك[٣].

د- بعد تلقي الجهة المصدرة للصندوق أموال المكتتبين وتجميعها، تبدأ باستثمارها في المجالات المحدّدة في نشرة الإصدار، وعند تحقق الأرباح تقوم بتوزيعها على أصحاب صكوك المضاربة بالنسبة والكيفيّة المتفق عليها، كما تتولى تصفية الصندوق في الموعد المحدّد لذلك[٤].

---

(١) وعادة ما تراعي صناديق الاستثمار الإسلامية إنتقاء الأسهم التابعة لشركات لا يوجد بها أي محظور شرعي يمنع من اقتناء أو تداول أسهمها.

(٢) تحتفظ إدارة الصندوق المصدرة لصكوك المضاربة عادة بسجل لهذه الصكوك يتضمن معلومات عن المكتتب كاسم وجنسية المالك، وعدد الصكوك التي يمتلكها، وتاريخ امتلاكه لها، وعنوان المراسلة معه. أنظر : عز الدين محمد خوجة، **صناديق الاستثمار الإسلامية**، مرجع سابق، ص ص ٢٥ ،٢٧.

(٣) مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، العدد الرابع، الجزء الثالث، قرار رقم (٥)، ص٢١٦٢.

٤) عز الدين محمد خوجة، **صناديق الاستثمار الإسلامية**، مرجع سابق، ص ص ١٣، ١٤.

ثالثاً : أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية :

تنقسم صناديق الاستثمار الإسلامية أيضا إلى قسمين شأنها في ذلك شأن الصناديق التي تنشئها المؤسسات المالية التقليدية : صناديق مفتوحة، وصناديق مغلقة.

١- صناديق الاستثمار المغلقة :

هي التي يتحدد فيها عند تأسيسها : مدتها، وغرضها، وحجم رأس مالها بحيث يبقى ثابتاً دون زيادة أو نقصان، ويقسّم الى صكوك مضاربة أو قراض (وحدات) متساوية وتطرح للجمهور (المستثمرين) للاشتراك فيه. ويقفل الاشتراك بنفاد هذه الصكوك.

ولا تتعهد إدارة هذه الصناديق - في الغالب - بإعادة شراء هذه الصكوك إذا رغب أحد مالكيها بالانسحاب من المشاركة، وإنما تقوم عادة بتكوين سوق ثانوى لتداول هذه الصكوك بين العملاء، وبالتالي تتحقق للمشاركين فرص الدخول والخروج من الصندوق بالقدر الذي تحكمه ظروف العرض والطلب على هذه الصكوك. وقد يتخصص نشاط هذه الصناديق في الاستثمار في قطاع معيّن، أو في دولة معيّنة، أو منطقة أو إقليم محدد بحسب الغرض الذي تم تأسيسه من أجله. وبذلك فإن العمر الزمني لهذه الصناديق يختلف باختلاف تحقيق هدفه الاستثماري، فمن هذه الصناديق ما يكون قصير الأجل، ومنها ما يكون متوسط الأجل وطويل الأجل(١). وتتم فيها التصفية وتوزيع الأرباح حسب الشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار.

٢- صناديق الاستثمار المفتوحة :

هي التي لا تتحدد لها مدة زمنية معيّنة ولا يتحدد فيها مقدار رأس المال، وإنّما يتم تحديد سعر صكوكها من قبل إدارة الصندوق المصدرة لها عند بدء الاشتراك فيها.

وتظل الفرصة مهيئة للجمهور ومفتوحة للحصول على صكوك جديدة، كما تتعهد إدارة الصندوق بإعادة شراء هذه الصكوك إذا رغب أحد مالكيها في التخلص منها جزئياً أو كلياً وفق إجراءات تحددها نشرة الإصدار، وتتحدد قيمة الصكوك حينئذ بقسمة إجمالي

---

(١) أنظر : د. أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ص٢٢٦، ٢٧٧.
وعز الدين محمد خوجة، زكاة المشاركات في الصناديق والإصدارات، مرجع سابق، ص٣٩.
ودليل الخدمات الشامل، شركة الراجحى المصرفية للاستثمار، بدون ترقيم الصفحات.

موجودات الصندوق على عدد الصكوك التي تم إصدارها، ويتم ذلك خلال فترات زمنية تعلن خلالها إدارة الصندوق قيمة هذه الصكوك التي تعكس حجم الأرباح التي يحققها الصندوق، حيث تضاف الأرباح المتحققة إلى قيمة الصكوك ليعاد استثمارها من جديد، إلى أن يتم تصفيتها، وتوزع أرباحها حسب الشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار.

ويتضح مما تقدم وكما سبق أن أشرنا أن صناديق الاستثمار الإسلامية لا تختلف من حيث الهيكل التمويلي لها، عن صناديق الاستثمار التي تنشئها المؤسسات المالية التقليدية. ولكن يظهر الاختلاف في استخدام الموارد المالية لصناديق الاستثمار، فصناديق الاستثمار التي تنشئها المؤسسات المالية التقليدية بنوعيها المغلقة والمفتوحة تباشر نشاطها الاستثماري باستخدام مواردها في تكوين واقتناء محفظة متنوعة من الأوراق المالية المتداولة إما في أسواق النقد، أو في أسواق رأس المال وهو في الغالب استثمار غير مباشر يقتصر على بيع وشراء الأوراق المالية، والإفادة من غلاتها السنوية المتوقعة. أما صناديق الاستثمار الإسلامية فإنها تستخدم مواردها المالية في استثمارات حقيقية في عمليات مباشرة مبنية على عقد المضاربة الشرعية ومجالات الاستثمار الإسلامي الأخرى، كالتأجير والسلم والمرابحات ونحوها.

ومن الأمثلة على استثمارات هذه الصناديق نستعرض فيما يلي بعض أنواع صناديق شركة التوفيق التابعة لمجموعة دلة البركة[1]، وغيرها من المؤسسات والمصارف الإسلامية حسب الترتيب التالي :

- صندوق التأجير العالمي : يستثمر أمواله في عمليات تمويل تأجيري.
- صندوق البركة العام : يستثمر أمواله في أنشطة مختلفة مثل بيع الأجل، وبيع المرابحة، والسلم، والاستصناع، وعمليات التأجير، وصفقات السلع الدولية.
- صندوق المدينة المنورة : يستثمر أمواله في تنفيذ مشروعات استثمارية عقارية في المدينة المنورة تشمل مباني سكنية ومشاريع تجارية.
- صندوق المدينة السياحية : يستثمر أمواله في تنفيذ مشروعات مدينة سياحية قريبة من مدينة جدة تشمل أراضي مخصصة للسكن، ومدينة للألعاب، وحديقة مائية ونحوها.

(1) عز الدين محمد خوجة، زكاة المشاركات في الصناديق والاصدارات، مرجع سابق، الصفحات، ٤٦، ٥٢، ٥٦، ٥٩.

وجميع الصناديق المتقدمة تابعة لشركة التوفيق، وهناك صناديق أخرى كصندوق المضاربة الشرعية بالبضائع التابع لشركة الراجحى المصرفية للاستثمار، وهو صندوق متوسط الأجل يستثمر أمواله في البضائع المختلفة من المعادن النفيسة وغيرها. حيث يقوم بشراء هذه البضائع وبيعها بسعر مؤجل مع تحقيق عوائد جيدة، وهو من الصناديق المفتوحة التابعة للشركة، وكذلك صندوق الراجحى للتأجير البحري، وهو من الصناديق المغلقة ويستثمر أمواله في شراء الناقلات البحرية الضخمة وتأجيرها بعقود طويلة الأجل(١). ومن الأمثلة على الصناديق الاستثمارية قصيرة الأجل محفظة الاستثمار الشخصية التابعة لإدارة الخدمات المصرفية الإسلامية في البنك الأهلى التجاري وتستثمر أمواله في شراء وبيع السلع.

رابعاً : التكييف الفقهى لصناديق الاستثمار الإسلامية :

تقدم أن العلاقة التعاقدية في صناديق الاستثمار الإسلامية قائمة على أساس عقد المضاربة الشرعية وبالتحديد المضاربة المقيدة لأن هذه الصناديق يتخصص نشاطها الاستثماري في قطاع معين بحسب الغرض التي أنشئت من أجله. وأن الجهة المصدرة لهذه الصناديق تقوم بدور المضارب، والمكتتبون في رأس مال الصندوق يمثلون في مجموعهم (رب المال). ولكن يلاحظ في الصيغة التعاقدية لهذه الصناديق الأمور الآتية :

١- أن رأس مال هذه الصناديق يقسم إلى صكوك مضاربة (وحدات) متساوية القيمة يمثل كل منها حصة شائعة في رأس المال فما هو التكييف الفقهى لهذه المسألة ؟

- في الواقع يجوز تعدد رب المال في شركة المضاربة بحيث يساهم عدد من الأشخاص في تقديم رأس المال الذي يصير مملوكاً لهم جميعاً إذا وافق الشركاء على ذلك. وهذا الأمر منصوص عليه في نشرة الإصدار الخاصة بالصندوق الإستثماري وقد ارتضاه المكتتبون وبذلك تحدد ملكية المساهم في رأس المال بحسب الصكوك التي يمتلكها(٢)، وفى هذه الحالة توزع الأرباح المتحققة على الشركاء كل بحسب حصته، وكذلك لو حدثت خسارة تقع على قدر نسبة الحصة المساهم بها.

---

(١) دليل الخدمات الشامل، شركة الراجحى المصرفية للاستثمار، بدون ترقيم صفحات.

(٢) عز الدين محمد خوجة، صناديق الاستثمار الإسلامية، مرجع سابق، ص ص ٢٥، ٢٦.

٢- أن هذه الصناديق قد يقوم فيها المضارب بتقديم جزء من رأس مال المضاربة ك حسب الشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار، كما أنه قد تقوم إدارة الصندوق ادة شراء صكوك المضاربة من المكتتبين إذا أرادوا التخلص منها - كما هو الحال في سناديق المفتوحة - وبالتالى يصبح المضارب شريكا في رأس المال بقدر مساهمته فيه، در امتلاكه من هذه الصكوك، فما هو الحكم الشرعي لذلك ؟

- أجاز الفقهاء أن يقدم المضارب جزءاً من رأس مال المضاربة إذا وافق رب المال، لك إذا نصت الجهة المصدرة لهذه الصناديق في شروط الاكتتاب على حقها في شاركة في رأس مال الصندوق، وحصولها على صكوك المضاربة بقدر الجزء الذي اهم به، أو قامت بإعادة شراء صكوك المضاربة من المكتتبين الذين يرغبون في التخلص ا، فلا مانع من ذلك. وبالتالى تجمع هذه الصورة بين الشركة والمضاربة(١)، ويستحق ضارب نصيباً من الأرباح بالقدر الذي شارك به في رأس المال، إضافة إلى نصيبه من باح المحددة له باعتباره مضارباً.

٣- إن العمليات الاستثمارية لهذه الصناديق قد تتطلب المشاركة في رأس المال أعيان»، فعلى سبيل المثال لو تقدمت جهة معينة بأرض أو عقار ورغبت في إنشاء عمارة سوق تجارى على الموقع، وكان المشروع ذا جدوى اقتصادية جيدة، فهل يمكن حداث صندوق استثمارى له بحيث تقوّم هذه الأراضى، وتحدّد حصتها من رأس مال سندوق، وتطرح صكوك مضاربة بقيم محددة لاستقطاب التمويل الإضافى المطلوب تكمال تنفيذ هذا المشروع ؟ وما هو التكييف لهذه الصورة ؟

- يرى الحنابلة جواز أن تكون العروض «الأعيان» رأس مال في الشركة بعد أن يتم مها بالنقود، وتجعل قيمتها وقت العقد جزءاً من رأس المال المشارك به(٢). وعلى هذا ى يجوز المشاركة بالأعيان في رأس مال الصناديق الاستثمارية.

٤- إن صكوك المضاربة التي تصدرها صناديق الاستثمار الإسلامية بنوعيها المغلقة

وفق الدين ابن قدامة، **المغنى**، «ويليه الشرح الكبير لشمس الدين المقدسى»، دار الكتاب العربى، بيروت، لبنان، ١٣٩٢هـ، ١٩٧٢م، جـ٥، ص١٣٦.

وفق الدين ابن قدامة، **المغنى**، مرجع سابق، جـ٥، ص١٢٥.

والمفتوحة قابلة للتداول بعد انتهاء فترة الاكتتاب، وقد تكون قابلة للتسييل ويتعهد بإعادة شرائها كما هو حال الصكوك التى تصدرها الصناديق المفتوحة، فهل يجوز تداولها ؟

يجوز تداول صكوك المضاربة التي تصدرها صناديق الاستثمار الإسلامية بعد انتهاء الفترة المحددة للاكتتاب باعتبار ذلك مأذونا فيه من المضارب (إدارة الصندوق) حسب الشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار مع مراعاة الضوابط التالية[١] :

أ- إذا كان مال المضاربة المتجمع بعد الاكتتاب ما يزال نقوداً - بحيث لم تبدأ إدارة الصندوق مباشرة النشاط الاستثماري - فإن تداول صكوك المضاربة يعتبر مبادلة نقد بنقد وتطبق عليه أحكام الصرف.

ب- إذا أصبح مال المضاربة (رأس مال الصندوق) ديوناً[٢] تطبق على تداول صكوك المضاربة أحكام تداول التعامل بالديون.

جـ- إذا صار مال القراض (**رأس مال الصندوق**) موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع، فإنه يجوز تداول صكوك المضاربة وفقاً للسعر المتراضى عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعياناً ومنافع.

---

(١) مجلة مجمع الفقه الإسلامي، مرجع سابق، العدد الرابع، الجزء الثالث، قرار رقم ٥ (بتصرف)، ٢١٦٢، ٢١٦٣.

(٢) وذلك بأن أستثمر رأس مال الصندوق في البيوع الآجلة كبيع السلم، والبيع بثمن مؤجل - بيع التقسيط - ونحوه.

"خاتمة البحث"

تسعى صناديق الاستثمار باعتبارها أداة جديدة من أدوات الاستثمار إلى تحقيق أهداف المدخرين وأصحاب الأموال على اختلاف ميولهم، وتتمثل هذه الأهداف فيما يلي :

أ) المحافظة على رأس المال وتنميته.

ب) التقليل من مخاطر الاستثمار.

جـ) تحقيق أرباح رأسمالية لأصحاب الأموال ودخل دوري مناسب للمدخرين.

د) الوفاء بمتطلبات السيولة النقدية.

وترتب على ذلك زيادة إقبال أصحاب الأموال والمدخرين على استثمار أموالهم في هذه الصناديق، فنمت وازداد ظهورها على الساحة الاقتصادية في الوقت الحالي، واكتسبت أهمية كبيرة على المستوى المحلي والعالمي.

أنشئت صناديق الاستثمار من قبل الشركات الاستثمارية، والمصارف التجارية التقليدية، وشركات التأمين، لتجميع المدخرات من الجمهور وتوجيهها إلى قطاع الاستثمار غير المباشر المتمثل فى اقتناء محفظة متنوعة من الأوراق المالية، والتعامل بها بيعاً وشراء لتحقيق أرباح مناسبة تساعدها على تحقيق أهداف المدخرين وأصحاب الأموال، وتجني من ورائها عائداً مجزياً.

تنقسم أنواع صناديق الاستثمار من حيث الهيكل التمويلى لها إلى قسمين رئيسيين :

أ- صناديق الاستثمار المغلقة : وهي التي يتحدد فيها حجم رأس المال بمقدار معين، ويتم تقسيمه إلى وثائق (وحدات) توزع على المستثمرين كل بحسب حصته. ولا يحق لمالكي هذه الوثائق استرداد قيمتها من الصندوق المصدر لها، وإنما يمكن تداولها في أسواق الأوراق المالية.

ب- صناديق الاستثمار المفتوحة : وهي التي لا يتحدد فيها حجم رأس المال، وإنما يحق لإدارة هذه الصناديق أن تصدر وثائق للجمهور بسعر محدد للحصول على التمويل، وتظل الفرصة متاحة لإصدار المزيد منها لتلبية حاجات المستثمرين. وتتصف هذه الصناديق بالمرونة المتمثلة في حرية الدخول والخروج للمستثمرين، وذلك لأن إدارة هذه الصناديق مستعدة لإعادة شراء ما أصدرته من وثائق.

٤- إن معظم الأوراق المالية التي تتعامل فيها صناديق الاستثمار بنوعيها المغلقة والمفتوحة لا يجوز اقتناؤها ولا تداولها[١]، كالأسهم الممتازة، والسندات، وشهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول، وأذونات الخزانة ونحوها، لاشتمالها على فوائد ربوية محرمة.

٥- لا تختلف أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية من حيث الهيكل التمويلي لها عن صناديق الاستثمار التي تنشئها المؤسسات المالية التقليدية، ولكن تختلف في الطبيعة الاستثمارية لها، حيث تقوم صناديق الاستثمار الإسلامية باستثمار مواردها استثماراً حقيقياً وفي عمليات مباشرة مبنية على عقد المضاربة الشرعية ومجالات الاستثمار الإسلامي الأخرى كالتأجير والسلم والمرابحات ونحوها. ولا تكتفي بالوساطة المالية فقط كما هو الحال بالنسبة لصناديق الاستثمار التي تنشئها المؤسسات المالية التقليدية.

والحمد لله أولاً وآخراً، وصلى الله على نبينا محمد وعلى آله وصحبه وسلم

---

(١) ما عدا الأسهم العادية والتي تصدر من شركات ليس في تعاملها أو نشاطها أي محظور شرعي.

مراجع البحث

١- أحكام القرآن، لأبى بكر أحمد بن على الجصاص، دار الكتاب العربي، بيروت، لبنان، طبعة مصورة عن الطبعة الأولى.

٢- الاختيارات دراسة فقهية مقارنة، للدكتور عبدالوهاب أبوسليمان، مجلة البحوث الفقهية المعاصرة، العدد (١٥) سنة ١٤١٣هـ.

٣- أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، للدكتور أحمد محي الدين أحمد، ضمن سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، الكتاب الثاني، سنة ١٤١٥هـ.

٤- الاقتصاد الإسلامي والقضايا الفقهية المعاصرة، للدكتور علي أحمد السالوس. دار الثقافة، الدوحة، قطر سنة ١٤١٦هـ.

٥- الأوراق المالية وأسواق رأس المال، للدكتور منير إبراهيم هندي، منشأة المعارف بالإسكندرية، سنة ١٩٩٣م.

٦- بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، لنشأت عبدالعزيز معوّض، الأهرام الاقتصادى، العدد (٧٢) سنة ١٩٩٤م.

٧- بورصات الأوراق المالية والقطن، لإبراهيم محمد أبوالعلا، مطبعة كوستا تسوماس مصر، الطبعة الأولى ١٩٦٠م.

٨- تيسير الوصول إلى جامع الأصول من أحاديث الرسول، للإمام عبدالرحمن الزبيدي، دار المعرفة، بيروت، لبنان ١٣٩٧هـ.

٩- الجامع الصحيح، للإمام مسلم بن الحجاج، دار المعرفة، بيروت، لبنان بدون.

١٠- دليل الخدمات الشامل لشركة الراجحى المصرفية.

١١- دليل المدخر للاستثمار في الأوراق المالية، للدكتور أحمد شرف الدين، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد (٨١) سنة ١٩٩٤م.

١٢- زكاة المشاركات في الصناديق والإصدارات، لعز الدين محمد خوجة، مجموعة دلة البركة، إدارة التطوير والبحوث، الطبعة الأولى سنة ١٤١٥هـ.

١٣- شركة المُساهمة في النظام السعودي، دراسة مقارنة بالفقه الإسلامي، للدكتور صالح بن زاين المرزوقي البقمي، مركز البحث العلمي وإحياء التراث الإسلامي بجامعة أم القرى سنة ١٤٠٦هـ.

١٤ - صناديق الاستثمار الإسلامية، لعزالدين محمد خوجة، دلة البركة، إدارة التطوير والبحوث، الطبعة الأولى ١٤١٤هـ.

١٥ - صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، للدكتور منير إبراهيم هندي، منشأة المعارف بالإسكندرية سنة ١٩٩٤م.

١٦ - مجلة مجمع الفقه الإسلامي (منظمة المؤتمر الإسلامي) الدورة الرابعة، العدد الرابع، الجزء الثالث سنة ١٤٠٨هـ.

١٧ - المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار ووثائق الاستثمار الخاضعة لقانون سوق رأس المال، للدكتور هشام حسبو وفاروق أبوشبانة، الأهرام الاقتصادي، العدد الرابع، سنة ١٩٩٦م.

١٨ - المغني، لابن قدامة المقدسي، دار الكتاب العربي، بيروت، لبنان سنة ١٣٩٢هـ.

١٩ - المنتقى من أخبار المصطفى صلى الله عليه وسلم، لمجد الدين عبدالسلام بن تيمية، نشر الرئاسة العامة لإدارات البحوث العلمية والافتاء والدعوة والإرشاد بالمملكة، الرياض سنة ١٤٠٣هـ.

٢٠ - ندوة صناديق الاستثمار، للدكتور عبداللطيف محمد بن غيث، جريدة عكاظ العدد (١٠٨٨٠) في ١٠ محرم سنة ١٤١٧هـ.

٢١ - نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية، للدكتور أحمد أبوالفتوح الناقة، مطبعة الإشعاع الإسكندرية سنة ١٩٩٤م.

٢٢ - الوديعة المصرفية في ضوء الشريعة الإسلامية، أحمد حسن أحمد الحسني، رسالة ماجستير، جامعة أم القرى، ١٤٠٢، ١٤٠٣هـ.

23 - Frederick Mishkin "Tge Economics of monev Banking. and Finacial Markets" 3rd edit., Harper Collins Publishers, 1992, PP. 307 - 311.

الفهـــرس